

みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 21 日)

IMF、対ドイツ第 4 条協議について～財政出動はもはや義務～

IMF の対ドイツ第 4 条協議の結果が公表されている。今回、ドイツに対して行われた提言内容は、結論から言えば、ひたすら同国の内需促進を求めるもので、昨今耳目を集めつつあるドイツ主導の不均衡拡大を牽制する内容となっている。こうして経常収支の不均衡に対し警戒感が強まることは、将来の黒字国通貨(ユーロ)の上昇を正当化するものとして要注意。ドイツの貯蓄・投資(IS)バランスは明らかに歪(いびつ)な状態にあり、IMF の主張は総じて的を射ていると考えられる。現状での緊縮路線は「誰の得にもならない自己満足」との印象が拭えず、デフレの淵に立たされているユーロ圏の盟主としてドイツが財政出動するのはもはや義務と言っても良い状況。

～対ドイツ、IMF 第 4 条協議:政策を出し惜しむ余裕はない～

一昨日の 19 日(月)には IMF の対ドイツ第 4 条協議の結果が公表されている。同協議は IMF 協定第 4 条の規定に基づき、IMF と加盟各国との間で通常毎年行われる。IMF 代表団が協議相手国を訪問し、経済・金融情報を収集すると共に、その国の政府当局者等との協議も踏まえ、IMF の当該国に対する政策提言がなされる。例えば 2012 年に日本に対して行われた同協議では円の過大評価(行き過ぎた円高)に対する金融緩和の正当性が言及され、話題を集めた。また、2013 年は量的・質的緩和(QQE)が短期的な経済見通しを改善させた点を評価しつつも、政府による改革プログラム(要するに「第三の矢」)の持続的な実行を求める内容だった。

結論から言えば、今回、ドイツに対して行われた提言内容はひたすら同国の内需促進を求めるもので、最近耳目を集めつつあるドイツ主導の不均衡拡大を牽制する内容となっている。後述するように、こうした機運が強まることは、将来のユーロ相場上昇を正当化する筋合いにある。

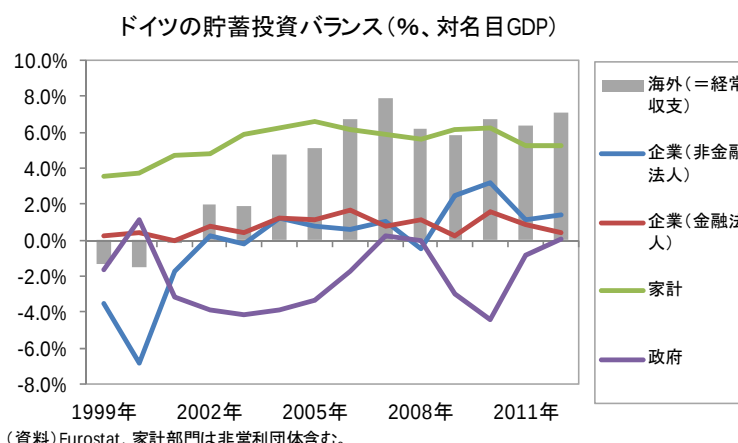
重要な政策提言(Key policy recommendations)として「ドイツは地域安定の要としての役割を強化できる(Germany can strengthen its role as an anchor of regional stability)」との文章から始まり、一段のインフラ投資の重要性に言及されている。そうした公共投資の重要性に関し、より具体的には「特に交通インフラを対象とするより強い公的支出が必要であり、実現可能」、「財政規則を違反することなく今後 4 年間で GDP の 0.5%に相当する規模の公共投資拡大が可能(政府債務の対 GDP 比の水準に与える影響も軽微)」などの指摘が見られ、総じて「今のドイツの状況を踏まえれば、何の問題もなく財政出動は可能」との主張が窺える。

後述する貯蓄・投資(IS)バランスの議論を踏まえれば、こうした IMF の主張は首肯できるものであり、現状のドイツの緊縮路線は、やや手厳しい表現をすれば、「誰の得にもならない自己満足」との印象が拭えない。まして、足許ではデysinフレ傾向の定着を根拠にユーロ圏の日本化懸念が燃える状況にあって、政策を出し惜しんでいる余裕はないだろう。なお、提案の中には「より幅広い文脈において、IMF は域内回復を支えるためにより緩和的な金融環境も要求する」との表現も見られ、財政・金融の両面から経済を支えるべきとのスタンスが明確にされている。

～ユーロ圏のためにもドイツの財政出動は義務～

なお、提言では「一段と高い政府部門及び民間部門の投資とサービス分野の改革が中期的な生産量を引き上げ、それが巨大で執拗な経常黒字を削減し、ユーロ圏全体に対しかなり積極的な需要のスパルオーバーをもたらすだろう」とも述べられている。要するに「域内全体を考え、もっと消費・投資を行うべき」との点が強調されているわけだが、ドイツの IS バランスの状態を踏まえれば、これは至極、真つ当な指摘である。

過去の本欄でも幾度か取り上げたように、金融危機後、ドイツの IS バランスは明らかに歪（いびつ）な状態が続いている（図）。国内経済部門は家計・企業・政府の全部門が消費・投資行動を控え、貯蓄過剰主体に回る一方、その分、海外部門の需要で経済が拡大するような状況が定着しつつある。この結果、ドイツの経常黒字は



対 GDP 比で 2014 年が 7.3%、2015 年が 7.1%となる見通しで（以下、数字は 2014 年 4 月の IMF 世界経済見通し）、これは金融バブルが絶頂に達していた時の米国の経常赤字（2005 年が▲5.6%、2006 年が▲5.8%）を凌ぐインバランスである。こうした IS バランスが表す通り、ドイツの財政収支は先進国では非常に稀有な均衡状態にあり、（財政収支の対 GDP 比は 2014 年が 0.0%で均衡、2015 年も▲0.1%とほぼ均衡の見通し）、そのうえ、足許では ECB の慢性的な金融緩和期待で金利が低位安定する状態が続いている。こうした現状に鑑みれば、デフレ懸念の淵に立たされているユーロ圏の盟主としてドイツが財政出動するのはもはや義務と言っても良いくらいに思える。

～為替市場でも重要な論点になる経常黒字問題～

こうした IMF そして米国などからの不均衡批判に対しドイツがどのような対応を見せるかは、為替相場の観点からも重要である。本欄では繰り返し述べてきた点だが、対外収支の調整経路は数量か価格のどちらかしかない。輸出入数量に規制をかけるような事態まで想定しないのであれば、過度な不均衡は価格で調整するしかなく、それは要するに為替レート、具体的には黒字国通貨（ユーロ）の上昇で実現されることになる。1990 年代前半の急速な円高は日米貿易摩擦が価格面からの調整を迫られたとの評価もあったことを踏まえれば、ドイツを核とするユーロ圏の過剰な経常黒字問題は為替市場でも相当重要な論点になってくるものと筆者は考えている。恐らくそれが表面化する際には、為替政策報告書などに絡み欧米貿易摩擦がキーワードになってくると思われる。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月期国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和と先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～